

# Struktur Kepemilikan, Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan Dalam Perspektif Teori Keagenan

Eddy Poernomo  
UPN Surabaya

## Abstrak

Tulisan ini berusaha mengulas tentang struktur kepemilikan, struktur modal dan nilai perusahaan dalam perspektif teori keagenan. Dalam tulisan ini pertama adalah tentang pendahuluan yang mengupas begitu pentingnya peran pemilik perusahaan, agen (professional) dan perlunya pihak manajemen memperhatikan tentang permasalahan yang timbul. Bab berikutnya membahas tentang struktur kepemilikan, teori struktur modal, struktur modal optimal, nilai perusahaan dan berusaha mengkaitkan dengan penelitian terdahulu. Pada bahasan berikutnya berupa kesimpulan.

**Kata Kunci:** struktur kepemilikan, struktur modal, nilai perusahaan

## PENDAHULUAN

*Agency theory* menekankan pada pentingnya pemilik perusahaan (*principal*) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada professional (*agen*) yang lebih mengerti dan memahami cara untuk menjalankan suatu usaha. Berbagai konflik kepentingan dalam perusahaan baik manajer dan pemegang saham, manajer dengan kreditur, atau antar pemegang saham, kreditur dan manajer disebabkan adanya hubungan keagenan atau *agency relationship*. Pihak *principal* dapat membatasi perbedaan kepentingan dengan memberikan tingkat intensif yang layak kepada *agen* yang dikenal dengan *agency cost*.

Hal yang mendasar yang menyebabkan terjadinya konflik antara manajer dan pemegang saham adalah pemisahan wewenang dan tugas dari *principal* kepada *agen*. Hal yang menyebabkan keleluasaan manajemen untuk memaksimalkan kepentingan manajemen sendiri dengan biaya yang harus ditanggung pemilik perusahaan. Kondisi tersebut terjadi karena pihak *principal* tidak mempunyai sumber dan akses yang memadai untuk memperoleh informasi yang digunakan untuk memonitor tindakan manajemen. Hal inilah yang memicu terjadinya konflik diantara pihak *principal* dengan *agen* yang biasa disebut dengan *agency problem*.

*Agency problem* menurut Sartono (2001:10), adalah "konflik yang timbul antara pemilik, karyawan dan manajer perusahaan dimana ada kecenderungan manajer lebih mementingkan tujuan individu dari pada tujuan perusahaan. Wahidahwati (2002:601) mengemukakan bahwa "masalah keagenan timbul karena manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut". Jadi dapat disimpulkan bahwa *agency problem* merupakan suatu masalah yang terjadi antara pihak pemegang saham dengan manajer sebagai akibat dari tindakan manajer dalam melakukan tindakan-tindakan yang mengutamakan kepentingan pribadi dengan menggunakan dana perusahaan.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi konflik dan biaya keagenan atau *agency cost*:

- Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan menyejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.
- Meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih atau *dividend payout ratio*, dengan demikian akan memperkecil jumlah aliran kas bebas atau *free cash flow* sehingga manajemen harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi.

- c. Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen. Apabila perusahaan membutuhkan kredit, maka perusahaan harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal dan akan mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Disamping itu hutang juga dapat mengurangi kelebihan arus kas atau *free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.
- d. Meningkatkan kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional merupakan presentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga. Kepemilikan ini mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi dengan adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan.

## II. KAJIAN TEORI

### 2.1. Struktur Kepemilikan

Masdupi (2005:59) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak yang mana satu atau lebih *prinsipal* (pemilik) menggunakan orang lain atau *agent* (manajer) untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Masalah keagenan potensial terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atau saham perusahaan kurang dari seratus persen sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan bukan memaksimumkan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Konflik manajemen dengan *prinsipal* juga bisa muncul pada keputusan pendanaan, kondisi ini terjadi karena adanya pemisahan antara fungsi pengambil keputusan dan fungsi pengambil risiko.

Mekanisme pengawasan dalam mengurangi konflik keagenan:

mendefinisikan biaya keagenan sebagai jumlah dari pengeluaran untuk pengawasan yang dikeluarkan oleh pemilik. Keputusan struktur modal yang dilakukan manajer adalah dalam upaya menyeimbangkan *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity* untuk meminimumkan dampaknya pada nilai perusahaan. Hutang yang terlalu besar akan menimbulkan biaya keagenan hutang karena adanya kecenderungan manajer untuk menggunakan *free cash flow* secara berlebihan dan kepemilikan insider yang terlalu besar juga menimbulkan *entrenchment* dan biaya keagenan ekuitas. Dalam mengatasi masalah keagenan dan mengurangi biaya keagenan maka dapat dilakukan beberapa cara berikut : pertama; dengan meningkatkan *insider ownership*, menurut pendekatan ini *agency problem* dapat dikurangi apabila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan, sehingga dengan adanya kepemilikan saham maka *insiders* akan merasakan langsung akibat dari keputusan yang diambilnya sehingga tidak mungkin manajer bertindak oportunistik lagi. Kedua; melalui pendekatan pengawasan *eksternal*, pendekatan ini dilakukan melalui penggunaan hutang, dengan adanya hutang akan dapat mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen dan dengan demikian akan dapat menghindari investasi yang sia-sia. Ketiga; melalui institusional investor sebagai monitoring agent, menyatakan bahwa bentuk distribusi saham diantara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menantang keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran *power* menjadi suatu hal yang relevan.

Struktur kepemilikan saham perusahaan adalah suatu alat yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik kepentingan antara pihak manajer dengan

pihak pemegang saham dan merupakan salah satu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi (*asimetris information*) antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di pasar modal (Suranta, 2003:55). Struktur kepemilikan saham dikelompokkan atas proporsi saham yang dimiliki oleh manajer (*insider ownership*), *shareholders dispersion* dan *institutional investor*. (Masdupi, 2005:62).

Kepemilikan akan menyejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham. Dengan demikian, kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga meminimumkan biaya keagenan. Kepemilikan dapat mewakili suatu sumber kekayaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau tidak terhadap keberadaan manajemen. Apabila seorang manajer ikut serta dalam kepemilikan saham perusahaan atau apabila pendapatan atau kompensasi manajer dikaitkan secara langsung dengan kekayaan pemilik maka manajer akan bertindak sebagai pemilik. Dengan kepemilikan saham oleh manajer, dapat menghilangkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham, karena apabila manajer adalah pemegang saham, maka kepentingan manajer akan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Struktur kepemilikan saham terdiri dari tiga bentuk kepemilikan saham perusahaan, yaitu: (1) kepemilikan manajerial (*managerial ownership*), merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan (direktur dan komisaris), (2) kepemilikan institusional (*institutional ownership*), merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi seperti bank, lembaga asuransi, perusahaan investasi, dan lain-lain, (3) kepemilikan menyebar (*dispersion of outsiders ownership*), merupakan proporsi saham yang dimiliki oleh pihak dari luar perusahaan secara perorangan/publik (selain pihak manajer ataupun institusi).

## 2.2. Teori Struktur Modal

Menurut Warsono (2003:244), dalam teori struktur modal pada pasar modal yang sempurna dan tidak ada pajak, ada 6 asumsi yang digunakan, yaitu sebagai berikut:

- Tidak ada pajak perseroan atau pribadi dan tidak ada biaya kebangkrutan.
- Rasio hutang dan modal sendiri perusahaan diubah dengan pengeluaran hutang untuk membeli kembali saham atau pengeluaran saham untuk pembayaran hutang.
- Perusahaan mempunyai kebijakan pembayaran 100% dari laba yang diperoleh setiap tahunnya sebagai deviden.
- Perkiraan nilai distribusi profitabilitas subjektif dari perkiraan laba operasi dimasa yang akan datang untuk masing-masing perusahaan adalah sama untuk semua investor di pasar modal.
- Laba operasi setiap tahunnya diperkirakan tidak akan tumbuh.
- Hutang dianggap bersifat permanen.

### 2.2.1. Struktur Modal Optimal

Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat resiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham, 1999). Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan (Suad Husnan, 1998).

Modigliani dan Miller (1958) yang selanjutnya terkenal dengan teori MM dalam artikelnya yang berjudul "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" dikemukakan bahwa nilai suatu perusahaan akan

meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Hal ini disebabkan karena dalam keadaan pasar sempurna dan ada pajak, pada umumnya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang dapat dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak atau kata lain bersifat *tax deductible*. Dengan demikian, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi yang sama tetapi perusahaan yang satu menggunakan hutang dan membayar bunga sedangkan perusahaan yang lain tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Karena menghemat membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar dari nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

Namun pendapat Modigliani dan Miller yang menunjukkan bahwa perusahaan dapat meningkatkan nilainya bila menggunakan hutang sebesarbesarnya (dalam keadaan pajak) ini mengundang kritik dan keberatan dari para praktisi. Keberatan tersebut disebabkan oleh asumsi yang dipergunakan oleh Modigliani dan Miller dalam analisis mereka, yaitu pasar modal adalah sempurna. Adanya ketidaksempurnaan pasar modal menyebabkan pemilik perusahaan atau pemegang saham mungkin keberatan untuk menggunakan leverage yang ekstrim karena akan menurunkan nilai perusahaan (Husnan, 1998). Apabila pasar modal tidak sempurna, kemungkinan antara lain karena munculnya biaya kebangkrutan, biaya keagenan atau adanya informasi asimetris.

### 2.3. Nilai Perusahaan

Salah satu tujuan visi dan misi perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaannya guna meningkatkan kemakmuran bagi para pemilik perusahaan. Nilai perusahaan menurut Husnan (2001:7) merupakan harga yang

bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Nilai perusahaan adalah harga jual seandainya perusahaan tersebut dijual yang tidak hanya mencerminkan nilai *asset* perusahaan tetapi juga tingkat resiko usaha, prospek perusahaan, manajemen, lingkungan usaha, dan faktor-faktor lain apabila perusahaan tersebut belum *go public* (Sartono, 2001:9).

Bagi perusahaan yang telah *go public*, pemaksimalan nilai perusahaan ini sering kali dinyatakan dalam bentuk maksimalisasi nilai saham. Jika perusahaan beroperasi secara lancar maka nilai saham akan meningkat, sebaliknya jika operasi perusahaan tidak lancar maka nilai saham perusahaan akan turun yang pada akhirnya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, harga saham kepemilikan merupakan gambaran keadaan perusahaan yang sebenarnya dimana bisa dijadikan indeks yang tepat untuk mengukur efisiensi perusahaan. Harga saham pun juga dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu PER (*Price Earning Ratio*), EPS (*Earning Per Share*), tingkat suku bunga bebas resiko yang diukur dari tingkat bunga deposito pemerintah dan tingkat kepastian operasi perusahaan (Sartono, 2001:9).

Selain dipengaruhi oleh harga pasar saham, nilai perusahaan akan dipengaruhi oleh kebijakan atau keputusan yang diambil oleh manajer perusahaan yang meliputi keputusan-keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen. Keputusan pendanaan dan investasi merupakan keputusan yang laten maka tidak dapat dilihat secara langsung pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, tetapi untuk kebijakan dividen dapat dilihat secara langsung pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Nilai perusahaan yang tinggi juga merupakan indikasi bahwa manajer melakukan praktek yang efisien dalam manajemen aktiva. Tujuan manajemen adalah memaksimalkan nilai perusahaan, memaksimalkan nilai memiliki makna yang luas daripada memaksimalkan laba (*profit*). Usaha memaksimalkan nilai

perusahaan dapat dilakukan sebagai berikut: pertama, memaksimumkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang. Kedua, memaksimumkan nilai berarti mempertimbangkan berbagai risiko terhadap arus pendapatan pendanaan. Ketiga, mutu dari arus dana yang diharapkan diterima di masa yang akan datang mungkin beragam.

Berdasarkan penjelasan-penjelasan di atas, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai atau harga yang harus dibayar oleh investor untuk ikut memiliki perusahaan. Apabila nilai perusahaan tinggi maka tingkat kesejahteraan pemegang saham juga akan tinggi.

Tujuan utama manajemen adalah memaksimumkan kekayaan pemegang saham atau dapat diartikan memaksimumkan harga saham biasa perusahaan yang merupakan pencerminan dari nilai perusahaan (Brigham, 2001:16). Nilai perusahaan dapat menunjukkan nilai *asset* yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga. Saham merupakan salah satu surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan. Tinggi rendahnya harga saham banyak dipengaruhi oleh kondisi emiten. Salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah besarnya kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Nilai perusahaan dapat dilihat dari besarnya kemampuan perusahaan membayar dividen, besarnya dividen ini akan mempengaruhi harga saham. Jadi nilai perusahaan (*firm value*) merupakan refleksi dari harga saham dikalikan dengan jumlah saham yang beredar (nilai pasar saham).

Harga pasar perusahaan mencerminkan penilaian khusus dari semua pelaku pasar atas nilai suatu perusahaan. Harga pasar saham berfungsi sebagai barometer kinerja bisnis, harga tersebut menunjukkan seberapa baiknya kinerja manajemen sejauh ini atas nama para pemegang saham. Oleh karena itu manajemen harus berfokus pada penciptaan nilai bagi para pemegang sahamnya.

## 2.4. Penelitian terdahulu

Penelitian yang menganalisis, menguji dan mengintegrasikan pengaruh struktur kepemilikan, faktor eksternal, faktor internal terhadap struktur modal dan kebijakan dividen serta nilai perusahaan belum ditemukan dalam publikasi-publikasi ilmiah. Oleh karena itu, di bawah ini akan disajikan secara ringkas hasil-hasil penelitian terdahulu yang terkait dengan variabel-variabel dalam penelitian ini.

1. Pakpahan (2010) menguji faktor faktor fundamental perusahaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan manufaktur di BEI tahun 2003-2007. Hasil penelitian menunjukkan secara simultan factor factor fundamental perusahaan (*size*, *growth*, *leverage*, *ROE* dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksi dengan PBV. Ukuran perusahaan dan ROE berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang diproksi PBV, sedangkan pertumbuhan leberega dan kebijakan dividen tidak berpengaruh.
2. Mutini (2008) mengkaji kebijakan manajemen keuangan terhadap nilai perusahaan. Variabel yang dikaji adalah kebijakan investasi, kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan tetapi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Keputusan investasi mempengaruhi keputusan pendanaan, keputusan pendanaan mempengaruhi keputusan dividen serta keputusan investasi mempengaruhi keputusan dividen.
3. Hasnawati (2008) meneliti dampak kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan public di Bursa efek Jakarta. Hasil penelitian menunjukkan kebijakan dividen secara positif mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai perusahaan dijelaskan dengan sangat kuat oleh indicator *spread value over cost book value off assets and excess*

return to market. Sedangkan market value mampu menjelaskan nilai perusahaan pada tingkat yang lemah. Pada kebijakan deviden indicator DPR memiliki kemampuan yang sangat kuat dalam membentuk variable kebijakan deviden dibandingkan dengan deviden yoeld

4. Haruman (2007) mengkaji pengaruh keputusan keuangan dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan keputusan pendanaan tidak dipengaruhi oleh investasi, namun sebaliknya investasi dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan berpengaruh negative terhadap keputusan investasi. Keputusan pendanaan dipengaruhi oleh DPR. DPR berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan. Pada persamaan investasi seluruh variable independen yaitu keputusan pendanaan, deviden dan kepemilikan institusional memiliki pengaruh negative terhadap invetsasi.

## KESIMPULAN

Dalam rangka mencapai tujuan perusahaan tersebut, manajer keuangan perusahaan dihadapkan pada keputusan keuangan yang meliputi keputusan investasi (invesment decision), keputusan pendanaan (financing dication) dan keputusan yang menyangkut yang menyangkut pembagian laba dalam bentuk dividen (Van horne, 2001) ketiga keputusan tersebut saling terkait dan setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lain, maka untuk itu variable keputusan investasi (Invesment decision ) perlu dipertimbangkan

sebagai variable yang harus diteliti pengaruhnya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Husnan, S. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas Edisi tiga*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Miller M. and Modigliani, F. "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares." *Journal of Business* (October 1961), 411-433.
- Modigliani, F. and Miller, M. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review* (March 1958), 261-297.
- McConnell, John J., Chris J. Muscarella, 1985, Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm, *Journal of Financial Economics*, v14 n3, pp. 399-422.
- Miller, M. dan K. Rock (1985), "Dividend Policy Under Asymetric Information", *Journal of Finance*, p. 1031-1052.
- Sartono, R, A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi Empat*. Yogyakarta: BPFE.
- Wahidahwati. 2001. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency*. Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia, 1084-1107.
- Wahidahwati. 2002. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan. Sebuah Perspektif Theory Keagenan*. Jurnal Penelitian, Vol. 5. No. 1. Januari 2002. Yogyakarta: Ikatan Akuntansi Indonesia UGM.